

学校编码: 10384  
学号: 17520071151084

分类号\_\_\_\_ 密级\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国上市公司规模与现金持有水平关系的  
实证研究

**The Relationship between Firm Size and Cash Holdings:  
Empirical Researches on Chinese Listed Companies**

钱怡宁

指导教师姓名: 孙谦 教授

专 业 名 称 : 会计学

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩日期: 2010 年 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2010 年 月

厦门大学博硕士论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博士论文摘要库

## 摘 要

现金是企业流动性最强的资产。现金持有水平是否恰当，决定了它对企业的作用是增值还是损值。由于最优的现金持有水平难以决定，这一研究领域一直是学术界讨论的热点，同时也得到公司的财务决策者、投资者、资本市场政策制定者们的关注。

几乎所有研究公司现金持有行为的学者都肯定公司规模是一个显著相关的变量，并且都将其作为一个理所当然的控制变量引入各自的模型中，但几乎没有文献对二者的关系进行专门讨论。鉴于公司规模是一个具有丰富内涵的综合性变量，同时鉴于现有国内外文献对二者关系不能形成一致结论，本文将现金持有的影响因素作为研究视角，并且主要以公司规模作为主线。首先回顾了国内外关于公司规模与现金持有水平关系的现有理论体系和实证研究文献；然后建立模型，主要通过控制公司财务特征因素，利用我国沪深两市 A 股上市的非金融行业公司 2001 年至 2008 年的财务数据对我国上市公司规模和现金持有水平的关系进行描述性和回归性实证研究。另外，本文将研究的视角从微观层面上升到宏观层面，利用一定的统计方法考察了宏观经济不确定性对不同规模企业现金持有行为的不同影响。最后，本文试图从控制权性质角度，找出我国特有的因素来解释我国企业规模-现金持有关系的特点。

本文为以下建设性结论提供了经验证据：

第一，中国上市公司的资产规模和其现金持有水平并不是单调的线性关系，而是一种先增后减的非线性关系。这说明没有任何现存的理论具有足够的解释力来独自解释这种关系。

第二，当宏观经济不确定性程度较高时，中国上市公司间的现金持有行为趋于收敛，并且企业规模越小，对宏观经济不确定性变化的反应越敏感。

第三，企业规模-现金持有关系的特点可能和中国特有的上市公司控制权性质不同有关。

**关键词** 公司规模；现金持有水平；宏观经济不确定性

## Abstract

Firms' cash holdings have a two-side consequence, leading it still a puzzle for both practical and academic fields. Firm size has become such a routine control variable in empirical corporate finance studies that it receives little or no discussion in most research papers, even though it is not uncommonly among the most significant variables. Since the variable of firm size is closely linked with many critical factors such as scale effect, financial distress, capital structure, and information asymmetry, and since different empirical evidences have been offered to support different effects, it does matter to find the exact relationship between firm size and cash holdings in China.

I selected the sample from all A-share nonfinancial companies with available cross-section data from 2001 to 2008 to test the relation and to provide a rationale. Besides, I analyzed the impact of macroeconomic uncertainty to different-size firms' cash holding behaviors.

As the result, I drew meaningful conclusions as following:

First, the relation between firm size and cash holdings is nonlinear rather than monotonously linear.

Second, the impacts of macroeconomic uncertainty to different-size firms are different. Unlike larger firms, smaller firms are expected to be more sensitive to the change of macroeconomic uncertainty.

Finally, the unique relation tested in this paper probably can be explained by the different ownership characters, which is a special factor of Chinese capital market.

**Key words:** Firm Size; Cash Holdings; Macroeconomic Uncertainty



# 目 录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 摘 要.....                       | I  |
| Abstract.....                  | II |
| 第一章 导论.....                    | 1  |
| 1.1 研究背景.....                  | 1  |
| 1.1.1 中国上市公司现金持有水平的国际比较.....   | 2  |
| 1.1.2 中国上市公司现金持有水平的时序变化.....   | 4  |
| 1.2 研究动机与研究意义.....             | 6  |
| 1.3 研究方法.....                  | 8  |
| 1.4 研究框架.....                  | 9  |
| 第二章 理论基础与文献综述.....             | 10 |
| 2.1 公司规模对现金持有量影响的理论基础.....     | 10 |
| 2.1.1 权衡理论.....                | 10 |
| 2.1.2 啄食理论.....                | 12 |
| 2.1.3 自由现金流理论.....             | 13 |
| 2.1.4 其他理论.....                | 14 |
| 2.2 国外实证文献综述.....              | 15 |
| 2.3 中国实证文献综述.....              | 19 |
| 2.4 本章小结.....                  | 20 |
| 第三章 上市公司规模与现金持有量关系的实证研究设计..... | 22 |
| 3.1 实证研究方法.....                | 22 |
| 3.2 模型提出与变量设定.....             | 24 |
| 3.2.1 基本模型.....                | 24 |
| 3.2.2 线性关系还是非线性关系.....         | 27 |
| 3.2.3 宏观经济的不确定性的影响.....        | 29 |
| 3.2.4 控制权性质的影响.....            | 32 |
| 3.3 数据来源与样本筛选.....             | 33 |

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 3.4 本章小结 .....                 | 35 |
| 第四章 上市公司规模与现金持有水平关系的实证分析 ..... | 36 |
| 4.1 描述性统计分析.....               | 36 |
| 4.1.1 样本公司现金持有水平区间分布 .....     | 36 |
| 4.1.2 不分行业的描述性分析 .....         | 37 |
| 4.1.3 分行业的描述性分析 .....          | 39 |
| 4.2 相关性分析 .....                | 41 |
| 4.3 多元回归结果与解释.....             | 43 |
| 4.4 稳健性检验 .....                | 45 |
| 4.4.1 多重共线性问题 .....            | 45 |
| 4.4.2 对其他影响因素的控制 .....         | 46 |
| 4.5 宏观经济不确定性影响比较分析 .....       | 47 |
| 4.6 不同控制权性质分组回归结果.....         | 52 |
| 4.7 本章小结 .....                 | 55 |
| 第5章 总结与展望 .....                | 57 |
| 5.1 主要研究结论.....                | 57 |
| 5.2 局限性和未来研究方向.....            | 58 |
| 参 考 文 献 .....                  | 61 |
| 致 谢 .....                      | 66 |

## Table of Contents

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Abstract (Chinese)</b> .....                                      | <b>I</b>  |
| <b>Abstract (English)</b> .....                                      | <b>II</b> |
| <b>Chapter 1 Introduction</b> .....                                  | <b>1</b>  |
| <b>1.1 Research Background</b> .....                                 | <b>1</b>  |
| 1.1.1 International Comparison of Chinese Firms' Cash Holdings ..... | 2         |
| 1.1.2 Temporal Characters of Chinese Firms' Cash Holdings .....      | 4         |
| <b>1.2 Research Motivations and Significance</b> .....               | <b>6</b>  |
| <b>1.3 Research Methods</b> .....                                    | <b>8</b>  |
| <b>1.4 Thesis Structure</b> .....                                    | <b>9</b>  |
| <b>Chapter 2 Theory and Literature Review</b> .....                  | <b>10</b> |
| <b>2.1 Theoretic Background</b> .....                                | <b>10</b> |
| 2.1.1 Trade-off Model .....  | 10        |
| 2.1.2 Pecking Order Theory .....                                     | 12        |
| 2.1.3 Free Cash Flow Theory .....                                    | 13        |
| 2.1.4 Other Theories .....   | 14        |
| <b>2.2 Foreign Literature Review</b> .....                           | <b>15</b> |
| <b>2.3 Chinese Literature Review</b> .....                           | <b>19</b> |
| <b>2.4 Chapter Summery</b> .....                                     | <b>20</b> |
| <b>Chapter 3 Design for Empirical Research</b> .....                 | <b>22</b> |
| <b>3.1 Methods of Empirical Research</b> .....                       | <b>22</b> |
| <b>3.2 Models Development and Variable Definition</b> .....          | <b>24</b> |
| 3.2.1 Basic Model .....  | 24        |
| 3.2.2 Linear or Unlinear .....                                       | 27        |
| 3.2.3 The Impact of Macroeconomic Uncertainty .....                  | 29        |
| 3.2.4 The Explanation Based on Ownerships .....                      | 32        |
| <b>3.3 Data Source and Sample Selection</b> .....                    | <b>33</b> |

|   |           |
|---|-----------|
| 3.4 Chapter Summary .....   | 35        |
| <b>Chapter 4 Empirical Results and Analysis .....</b>                     | <b>36</b> |
| 4.1 Descriptive Statistical Analysis .....                                | 36        |
| 4.1.1 Interval Distribution of Cash Holdings .....                        | 36        |
| 4.1.2 Descriptive Analysis without Classifying Industries .....           | 37        |
| 4.1.3 Descriptive Analysis with Classifying Industries .....              | 39        |
| 4.2 Correlation Analysis .....  | 41        |
| 4.3 Regression Results and Explanations .....                             | 43        |
| 4.4 Robustness Test .....   | 45        |
| 4.4.1 Tests for Multicollinearity .....                                   | 45        |
| 4.4.2 Control Other Possible Factors .....                                | 46        |
| 4.7 Comparative Analysis of the Impact of Macroeconomic Uncertainty ..... | 47        |
| 4.8 Group Regression Results Based on Different Ownerships .....          | 52        |
| 4.9 Chapter Summary .....   | 55        |
| <b>Chapter 5 Conclusions .....</b>  | <b>57</b> |
| 5.1 Main Conclusions of the Research .....                                | 57        |
| 5.2 Research Limitations and Directions of Future Studies .....           | 58        |
| <b>Reference .....</b>  | <b>61</b> |
| <b>Acknowledgements .....</b>   | <b>66</b> |

厦门大学博士论文摘要库

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第一章 导论

### 1.1 研究背景

笔者对公司现金持有行为进行研究的最初兴趣来自于《经济观察报》的一则消息：2008年7月，中国山东日照钢铁集团与日本IHI造船公司签订购船合约，以1.2亿美元的合同价格预购一艘货船。然而由于受到美国金融危机引发的全球经济危机的影响，全球航运市场需求急转直下。为了避免更多的现金支出，当年10月，日照钢铁集团不得不做出断臂之举：选择放弃近1.46亿人民币的巨额定金，解除了这份购船合同。<sup>①</sup>

上述山东日照钢铁的这一举动并非个案。在2008年全球宏观经济不确定性明显增加的情况下，许多大型企业似乎预见了其将要面临的经济严冬。为了解除购建合同，不少公司不惜采取减少研发投入、缩减规模、甚至裁员等可能对企业的长期业绩产生负面影响的措施来减少现金支出，以此来降低企业的流动性风险，为企业安全度过危机预备充足的“粮食”。但广东数千家中小企业仍然难以逃脱厄运，由于资金回笼不足而倒闭。

柯达公司首席财务官兼执行副总裁毕盛（Robert Brust）一再强调：“我坚持认为现金是最重要的，如果一个公司没有现金的话，公司的流动性就不存在，结果就是破产。公司利润可以通过各种手段或是会计方式操纵，但是现金却无法改变。现金是衡量一个公司实力的重要的标准，足够的现金储备能为公司的投资进行现金支持。”<sup>②</sup>这种在公司金融中强调的“现金为王”理念早已深入人心。世界知名企业因流动性不足问题而导致破产或遭受重大损失的案例在中国企业财务决策领域广为流传。2001年初，著名的APP公司被纽约证券交易所暂停交易，其陷入危机的直接原因是因现金不足和信用危机，导致流动性不足。美国安然公司也有类似遭遇：安然虽然拥有遍布全球的发电厂和输油管线，但却没有足够的现金和信用来偿还到期债务，无法保证公司的流动性，从而无法正常运转。这些

<sup>①</sup> 案例来源：庞丽静. 断臂求生——日照钢铁放弃近1.5亿定金取消购船交易[N]. 经济观察报. 2008-11-22.

<sup>②</sup> S&P2006年6月12日公布的报告中指出，S&P500指数成分股公司的现金持有水平超过了市值的7.4%，达到最近10年的最高水平。来源：<http://www.2rich.net.com>

案例一方面迫使各利益相关者密切注意公司拥有巨额利润但营运现金收入很少的情况，另一方面也为中国企业敲响了警钟——尤其是当面临较强的外部风险时，充足的现金持有量是关系到企业生死存亡的重要因素。<sup>③</sup>

然而，现金持有决策从来都是企业经营实践领域一个争论的热点。现金持有越多越好吗？保守的财务政策最能符合股东价值最大化的经营目标吗？事实上，股东对于管理者持有过多的现金通常持保留意见或反对意见。因为他们认为管理者占有越多的现金，越有可能进行过度投资和提高在职消费。因此，许多公司会通过股票回购或发放现金股利的方式减少现金持有。<sup>④</sup>

实务领域的争论也存在于学术领域。在复杂的宏观经济制度因素和企业内部运营特征的影响下，现金持有量对企业价值的两面性影响使得现金持有的决策成为财务学界的一个难以解决的课题。一方面，充足的现金有利于企业保持良好的流动性和稳健性；另一方面，现金作为盈利能力最弱的一项资产，过量持有必然会降低企业的报酬率，更有可能产生代理成本，从而降低企业的价值。不同特征的企业如何决定其最优的现金持有量？宏观经济因素和行业因素对不同特征的企业现金持有决策是否产生不同的影响？目前企业的现金持有是否恰当，如何才能更有利于提高股东的价值？对这些问题的研究对企业的股东、债权人、管理者等利益相关者都具有重要的实际经济意义。

### 1.1.1 中国上市公司现金持有水平的国际比较

在对现金持有水平这一课题进行深入探讨之前，有必要了解我国上市公司现金持有行为的总体情况。要判断中国的上市公司现金持有量水平是高还是低，应该具备一定的参照标准。Yuantao Kusnadi 和 K.C. John Wei (2009)<sup>[2]</sup> 在 World 范围内选取 39 个国家 1995 年至 2004 年的数据为样本，以现金和现金等价物之和与总资产的比值衡量现金持有量水平，考察公司现金持有水平的决定因素。

表 1-1 上市公司现金持有水平的国别比较

| 国家和地区     | 上市公司家数 | 企业-年度<br>样本数 | 现金持有水平<br>均值 | 企业规模均值 |
|-----------|--------|--------------|--------------|--------|
| Argentina | 68     | 291          | 0.0321       | 6.2086 |
| Australia | 729    | 2879         | 0.0532       | 4.6718 |

<sup>③</sup> 中国 2004 年现金持有水平最高的前 100 家上市公司的现金持有总额超过了其总账面价值的 40%。

<sup>④</sup> 1996 年 4 月，Chrysler 公司的董事局主席 Robert J. Eaton 和投资者 Kirk Kerkorian 签署协议，承诺将 Chrysler 超过 75 亿美元的现金持有以股票回购和现金股利的方式分发给股东。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库